

分析师: 乔洋 (8621)68751126 qiaoyang@cjsc.com.cn 执业证书编号: S0490510120007
联系人: 周密 (8621)68751219 zhoumi@cjsc.com.cn

产品结构提升 实现收入和利润快速增长

事件描述

古越龙山今日公告 2011 年半年度报告, 其主要内容为:

- 2011 上半年公司实现营业收入 6.75 亿元, 同比增长 30.60%; 营业利润 1.15 亿元, 同比增长 100.27%; 归属于上市公司股东的净利润 8,423 万元, 同比增长 62.12%; 基本每股收益 0.133 元。归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 8,434 亿元, 同比增长 95.64%; 扣除非经常性损益后的基本每股收益 0.133 元。
- 2011 年 4~6 月公司实现营业收入 2.59 亿元, 同比增长 49.49%; 营业利润 5,007 万元, 同比增长 209.19%; 归属于上市公司股东的净利润 3,631 万元, 同比增长 66.27%; 基本每股收益 0.057 元。

事件评论

第一, 上半年公司营业收入同比增长 30.60%, 其中酒类销售收入同比增长 31.12%, 远高于行业 15.59% 的增速。

2011 年上半年公司实现营业收入 6.75 亿元, 同比增长 30.60%。其中酒类业务实现销售收入 6.62 亿元, 同比增长 31.12%; 玻璃瓶业务实现销售收入 278 万元, 同比增长 57.19%。

2011 年 1~6 月份, 黄酒行业规模以上企业实现主营业务收入 53.67 亿元, 同比增长 15.59%。公司坚持以古越龙山为高端品牌, 女儿红为中高端品牌路线; 加快产品梳理, 明晰产品层次, 理顺产品价格体系; 围绕库藏概念, 以诉求“古越龙山—中央酒库—保真年份、足年库藏”为主, 系统开发“库藏系列”; 实现销售收入增速远高于行业增长速度。

图 1: 公司单季度销售收入 (亿元) 以及同比增速

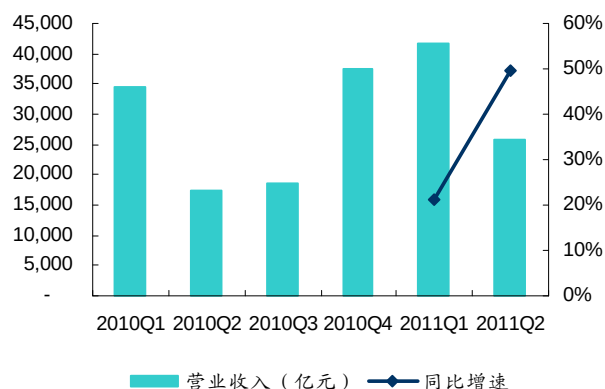
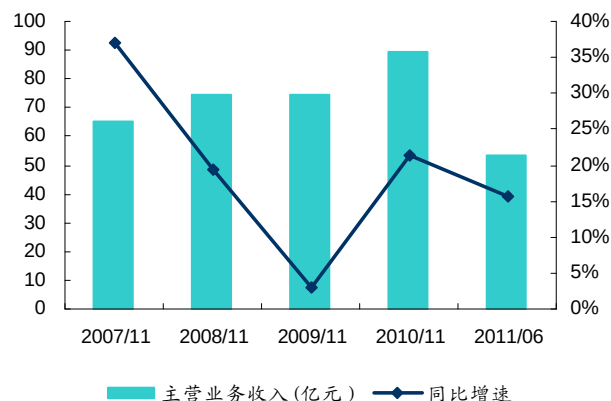


图 2: 黄酒行业规模以上企业主营业务收入以及同比增速



资料来源：Wind, 长江证券研究所

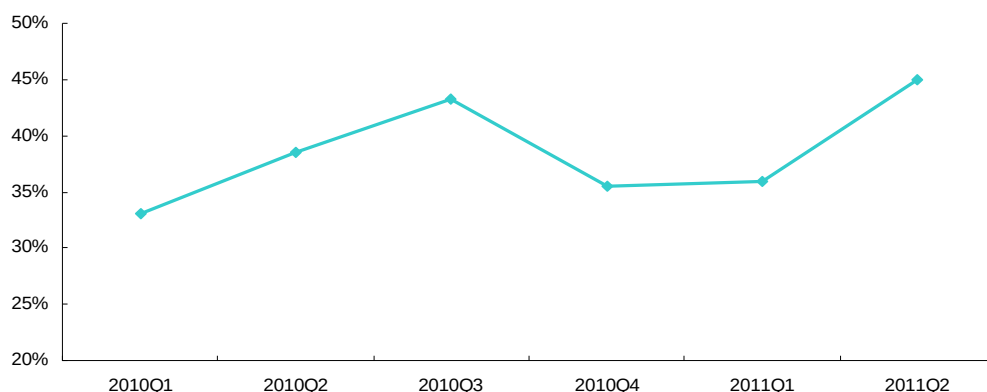
资料来源：Wind, 长江证券研究所

注：公司收购女儿红于 2010 年合并报表，故 2010 年合并报表的销售收入同比增长数字不具有参考意义。

第二，通过结构调整和品牌广告投入，公司上半年毛利率较去年同期上升 4.57 个百分点。

2011 年上半年公司综合毛利率为 39.42%，较去年同期上升 4.57 个百分点。其中今年上半年公司酒类业务毛利率水平为 39.55%，较去年同期上升 4.73 个百分点。4~6 月份公司毛利率水平为 44.96%，较今年一季度环比上升 8.97 个百分点。公司产品结构调整，加大广告投入注重品牌建设的效果已经从毛利率的提升上得到体现。

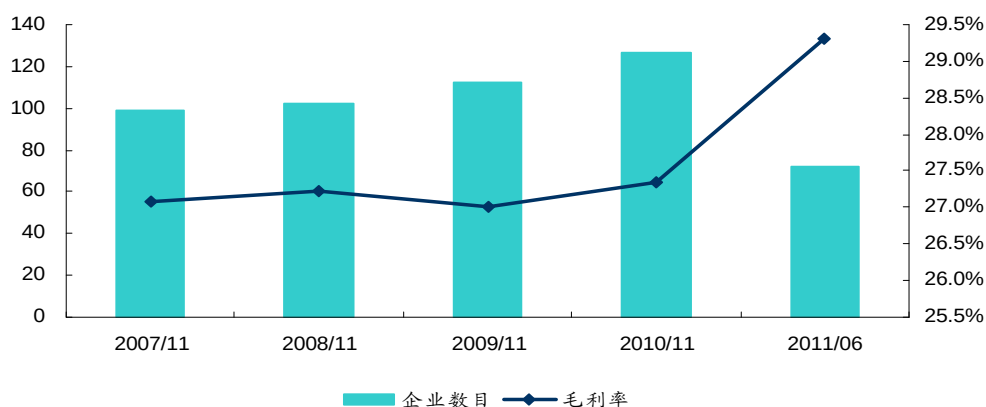
图 3：公司单季度毛利率水平



资料来源：Wind, 长江证券研究部

今年整个黄酒行业规模以上企业的毛利率水平有显著提升。今年 1~6 月份黄酒行业毛利率水平为 29.31%，较去年黄酒行业平均毛利率提升 1.96 个百分点。同时，黄酒行业规模以上企业数目显著减少，今年 6 月底黄酒行业规模以上企业数目为 72 家，较去年底的 127 家的数目减少了 43.3%。

图 4：黄酒行业规模以上企业数目（家）以及毛利率水平



资料来源：Wind, 长江证券研究部

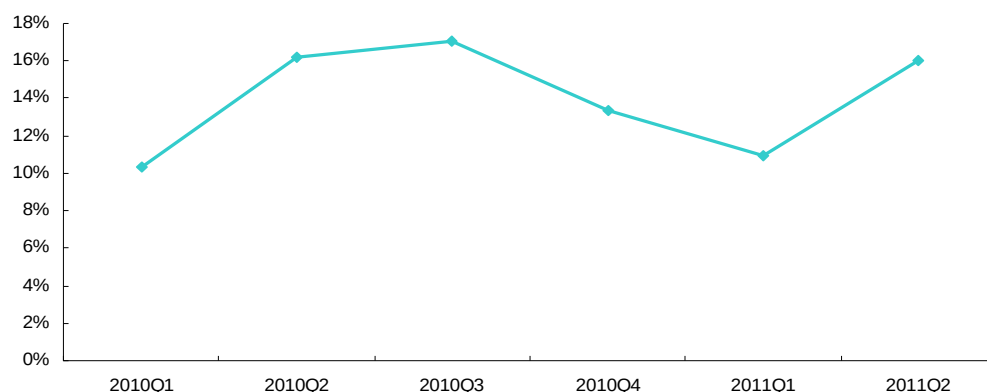
第三，今年上半年公司总体期间费用率较去年同期下降 1.04 个百分点；营业利润同比增加 100.27%

2011 年上半年，公司销售费用为 8,712 万元，同比增加 36.73%；其中广告及业务宣传费 2,339 万元，较年同期增加 98.23%。管理费用为 3,229 万元，同比增加 22.32%。财务费用为 395 万元，同比减少 59.45%。

上半年公司销售费用率为 12.90%，较去年同期上升 0.58 个百分点。管理费用率为 4.78%，较去年同期下降 0.32 个百分点。财务费用率为 0.58%，较去年同期下降 1.30 个百分点。总体期间费用率为 18.26%，较去年同期下降 1.04 个百分点。

上半年公司营业利润为 1.15 亿元，同比增加 100.27%。

图 5：公司单季度销售费用率

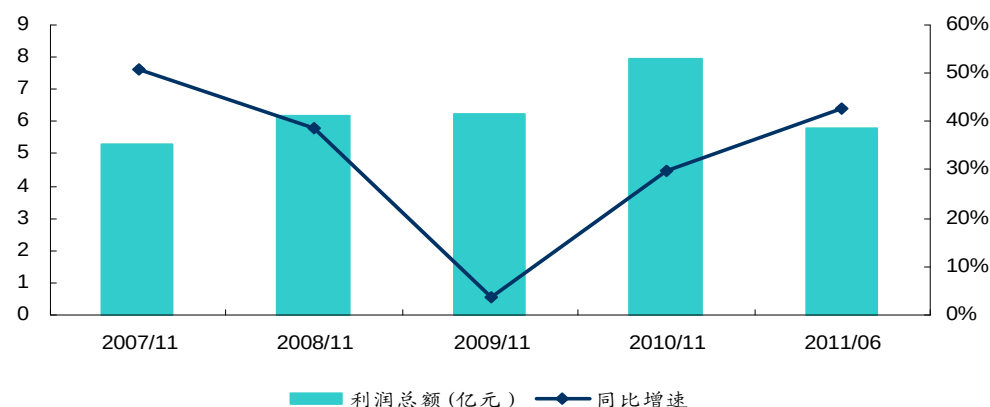


资料来源：Wind，长江证券研究部

第四，2011 年上半年公司利润总额增加 66.55%；归属于母公司所有者的净利润同比增加 62.12%。

今年上半年整个黄酒行业规模以上企业实现利润总额 5.79 亿元，同比快速增长 42.61%。

图 6：黄酒行业规模以上企业利润总额（亿元）以及同比增速



资料来源：Wind，长江证券研究部

今年上半年公司营业外收入为 24 万元，较去年同期的 1,205 万元大幅减少，主要系公司今年上半年固定资产处置利得较去年同期大幅减少。

2011 年上半年公司利润总额为 1.14 亿元，同比增加 66.55%。上半年公司有效税率为 25.56%，较去年同期上升 2.69 个百分点。上半年归属于母公司所有者的净利润为 8423 万元，同比增加 62.12%。

今年上半年公司净利润率为 12.47%，较去年同期上升 2.42 个百分点；4~6 月净利润率为 14.04%，环比上升 2.54 个百分点。

今年 6 月底公司货币资金余额为 2.74 亿元，较年初余额减少 33.00%。主要由于归还银行贷款以及支付货款；公司短

期货贷款余额较年初减少 9,800 万元，应付账款余额较年初减少 4,428 万元。

6 月末公司其他应付款余额为 1.56 亿元，较年初余额的 1.06 亿元增加 47.79%。其他应付款期末余额中包括绍兴市政府土地储备中心对公司第一酿酒厂的拆迁补偿款余额 6,622 万元，果酒厂房拆迁补偿款 525 万元，以及玻璃瓶厂拆迁补偿款 2,579 万元。

第五，维持“谨慎推荐”评级。

今年上半年黄酒行业的数据显示行业增长情况良好。1~6 月份整个黄酒行业收入同比增长 15.59%。行业平均毛利率水平提升近 2 个百分点，利润更是同比大幅增长 40%以上。规模以上企业数目也从去年底的 127 家下降到今年中期末的 72 家。

公司作为黄酒行业传统龙头，表现更优于行业平均水平。公司坚持“高端：古越龙山——中高端：女儿红”双品牌运作，梳理产品层次，提升产品结构，突出“库藏”亮点。今年上半年已经体现出效果，在销售收入和利润上都实现了快速增长。我们估算公司 2011-2013 年的预测业绩分别为 0.26 元，0.35 元，0.49 元，维持“谨慎推荐”评级。

表 1：公司利润表主要项目

(万元)	单季度财务数据						年度和半年度财务数据			
	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4	2011Q1	2011Q2	2008A	2009A	2010A	2011H
营业总收入	34,404	17,306	18,715	37,499	41,664	25,870	74,781	74,057	107,923	67,535
%同比增长率	44.51%	62.91%	52.39%	37.13%	21.10%	49.49%	-8.23%	-0.97%	45.73%	30.60%
营业成本	23,033	10,652	10,624	24,176	26,671	14,240	44,264	46,312	68,485	40,911
% 毛利率	33.05%	38.45%	43.23%	35.53%	35.99%	44.96%	40.81%	37.46%	36.54%	39.42%
营业税金及附加	1,534	842	569	1,499	1,881	950	3,498	3,425	4,444	2,831
销售费用	3,567	2,804	3,198	5,020	4,564	4,147	9,343	8,942	14,589	8,712
% 销售费用率	10.37%	16.20%	17.09%	13.39%	10.96%	16.03%	12.49%	12.07%	13.52%	12.90%
管理费用	1,481	1,159	1,601	2,190	1,713	1,515	4,552	5,247	6,431	3,229
% 管理费用率	4.30%	6.70%	8.55%	5.84%	4.11%	5.86%	6.09%	7.09%	5.96%	4.78%
财务费用	671	302	388	150	355	39	2,138	1,502	1,511	395
% 财务费用率	1.95%	1.75%	2.07%	0.40%	0.85%	0.15%	2.86%	2.03%	1.40%	0.58%
资产减值损失		0		-76		134	-534	191	-76	134
营业利润	4,130	1,619	2,444	4,868	6,508	5,007	12,249	8,834	13,062	11,515
% 营业利润率	12.01%	9.36%	13.06%	12.98%	15.62%	19.35%	16.38%	11.93%	12.10%	17.05%
% 同比增长率	31.00%	-12.34%	-1316 %	20.64%	57.57%	209.19%	5.05%	-27.88%	47.86%	100.27%
营业外收入	21	1,184	1,556	4,319	6	18	102	1,401	7,080	24
营业外支出	73	56	64	4,077	107	64	74	141	4,270	171
利润总额	4,079	2,747	3,936	5,110	6,407	4,961	12,277	10,094	15,871	11,368
税前利润率	11.85%	15.87%	21.03%	13.63%	15.38%	19.18%	16.42%	13.63%	14.71%	16.83%
% 同比增长率	30.41%	29.35%	487.15%	22.47%	57.09%	80.60%	4.45%	-17.78%	57.24%	66.55%
所得税	1,002	559	932	734	1,600	1,306	2,258	2,308	3,227	2,906
%有效税率	24.57%	20.36%	23.67%	14.36%	24.97%	26.33%	18.39%	22.86%	20.33%	25.56%
少数股东损益	65	4	4	141	15	23	208	137	214	39
%少数股东损益占比	2.10%	0.16%	0.14%	3.23%	0.32%	0.64%	2.07%	1.75%	1.69%	0.46%
净利润	3,076	2,188	3,005	4,376	4,807	3,655	10,019	7,786	12,645	8,462
归属于母公司所有者的净利润	3,012	2,184	3,001	4,235	4,792	3,631	9,811	7,650	12,431	8,423
% 净利润率	8.75%	12.62%	16.03%	11.29%	11.50%	14.04%	13.12%	10.33%	11.52%	12.47%
% 同比增长率	31.24%	31.26%	376.22%	38.35%	59.10%	66.27%	9.85%	-22.03%	62.51%	62.12%

基本每股收益	0.050	0.037	0.048	0.068	0.075	0.057	0.26	0.14	0.20	0.13
--------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	------	------	------	------

资料来源：Wind, 长江证券研究部

表 2: 公司资产负债表主要项目

(万元)	2010Q1	2010H	2010Q3	2010A	2011Q1	2011H
货币资金	76,384	48,441	36,276	40,872	40,722	27,382
应收账款	15,258	8,996	13,341	10,363	16,182	12,415
存货	100,784	104,976	108,763	115,227	107,332	115,598
营业总收入	34,404	51,710	70,425	107,923	41,664	67,535
% YOY	44.51%	50.18%	50.76%	45.73%	21.10%	30.60%
销售商品、提供劳务收到的现金	73,946	64,948	78,201	130,304	36,421	74,379
购买商品、接受劳务支付的现金	59,900	41,809	47,450	75,232	15,229	42,072
支付/收到	81.01%	64.37%	60.68%	57.74%	41.81%	56.56%
短期借款	45,600	34,300	31,000	26,000	22,200	16,200
应付账款	16,702	13,146	11,567	25,057	22,448	20,629
预收款项	590	456	1,739	3,988	656	984
长期借款	9,200					
股本	63,486	63,486	63,486	63,486	63,486	63,486
资本公积金	96,074	96,074	96,073	96,074	96,074	96,074

资料来源：Wind, 长江证券研究部

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1079	1420	1827	2351	货币资金	409	142	183	235
营业成本	685	868	1099	1392	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	394	553	728	960	应收账款	112	148	190	245
% 营业收入	36.5%	38.9%	39.9%	40.8%	存货	1152	1456	1841	2330
营业税金及附加	44	58	75	97	预付账款	22	28	36	45
% 营业收入	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	146	192	247	317	流动资产合计	1697	1776	2252	2857
% 营业收入	13.5%	13.5%	13.5%	13.5%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	64	80	100	125	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	6.0%	5.6%	5.5%	5.3%	长期股权投资	84	84	84	84
财务费用	15	6	3	3	投资性房地产	2	2	2	2
% 营业收入	1.4%	0.4%	0.1%	0.1%	固定资产合计	831	851	787	716
资产减值损失	-1	0	0	0	无形资产	186	177	168	160
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	21	21	21	21
投资收益	5	0	0	0	递延所得税资产	4	0	0	0
营业利润	131	217	303	418	其他非流动资产	3	3	3	3
% 营业收入	12.1%	15.3%	16.6%	17.8%	资产总计	2829	2915	3318	3844
营业外收支	28	1	1	1	短期贷款	260	63	80	92
利润总额	159	218	304	419	应付款项	251	317	400	507
% 营业收入	14.7%	15.3%	16.7%	17.8%	预收账款	40	52	68	87
所得税费用	32	52	76	105	应付职工薪酬	22	28	36	45
净利润	126	165	228	314	应交税费	29	42	57	76
归属于母公司所有者					其他流动负债	106	135	171	217
的净利润	124.3	162.5	224.2	308.3	流动负债合计	708	637	812	1024
少数股东损益	2	3	4	6	长期借款	0	0	0	0
EPS (元/股)	0.20	0.26	0.35	0.49	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	9	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	3	3	3	3
经营活动现金流净额	147	1	94	117	负债合计	720	640	815	1026
取得投资收益	4	0	0	0	归属于母公司	2080	2243	2467	2775
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	29	32	36	42
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	2109	2275	2503	2817
固定资产投资	-191	-64	-68	-74	负债及股东权益	2829	2915	3318	3844
其他	-6	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-197	-64	-68	-74		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.196	0.256	0.353	0.486
股权融资	661	0	0	0	BVPS	3.28	3.53	3.89	4.37
银行贷款增加 (减少)	-272	-197	17	12	PE	66.85	51.15	37.06	26.95
筹资成本	55	-6	-3	-3	PEG	1.89	1.45	1.05	0.76
其他	-166	0	0	0	PB	4.00	3.71	3.37	2.99
筹资活动现金流净额	277	-203	15	9	EV/EBITDA	42.38	29.75	18.36	14.23
现金净流量	227	-267	41	52	ROE	6.0%	7.2%	9.1%	11.1%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。